

Tilburg University

Beleidsautonomie of wisselkoersstabiliteit

van Gemert, H.G.; Gruijters, A.P.D.

Published in:
Economisch Statistische Berichten

Publication date:
1995

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Gemert, H. G., & Gruijters, A. P. D. (1995). Beleidsautonomie of wisselkoersstabiliteit. *Economisch Statistische Berichten*, 80(3992).

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Beleidsautonomie of wisselkoersstabiliteit?

H.G. van Gemert en A.P.D. Gruijters*

De integratie van financiële markten dwingt monetaire autoriteiten om een keuze te maken tussen interne beleidsautonomie enerzijds en wisselkoersstabiliteit anderzijds. Welke keuze maken afzonderlijke landen tussen beide conflicterende doelstellingen? Voor elf OESO-landen hebben wij dit onderzocht. De meeste landen zijn slechts in beperkte mate bereid beleidsautonomie op te offeren voor het bereiken van wisselkoersstabiliteit. Dit betekent dat de bestaande wisselkoersvolatiliteit voort zal duren.

De monetaire conflict driehoek

Het OESO-gebied wordt gekenmerkt door een grote mate van internationale kapitaalmobiliteit. Enerzijds zijn de mogelijkheden om internationaal te lenen en te beleggen sterk toegenomen door de algehele verbetering van de financiële infrastructuur. Deze verbetering gaat terug op recente omgevingsveranderingen, zoals de liberalisering van het kapitaalverkeer, de deregulering van financiële markten en de computerisering van de handel en de informatie-overdracht.

Tegelijkertijd is van cruciaal belang dat beleggers en bedrijven ook een grotere bereidheid zijn gaan tonen om van de nieuwe mogelijkheden gebruik te maken¹. Portefeuillehouders en financieringsspecialisten zijn tegenwoordig uiterst alert op de voordelen die een internationale diversificatie van hun posities kan opleveren. Te zamen hebben de veranderingsprocessen in omgeving en gedrag er toe geleid dat binnen- en buitenlandse activa nauwere substituten zijn geworden, al behouden zij natuurlijk hun verschil in valutadenominatie, en dat nationale en internationale financiële markten sterk geïntegreerd zijn geraakt.

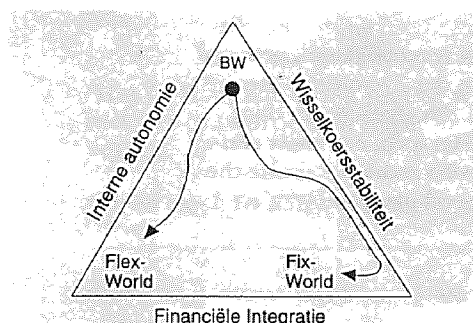
Het proces van internationale financiële integratie heeft verstrekkende gevolgen voor de rente- en wisselkoersvorming enerzijds en de oriëntatie van het monetaire beleid anderzijds. Op zichzelf beschouwd

leidt afnemende marktsegmentatie ertoe dat de geld- en kapitaalmarkt tarieven in individuele landen een grotere samenhang vertonen. De nationale markten worden als het ware onderdeel van één mondiale vermogensmarkt, zodat schokken de neiging

hebben om zich snel te verspreiden. Echter wanneer de toegenomen kapitaalmobiliteit gepaard gaat met meer wisselkoersvolatiliteit, staan de nationale rentevoeten ook bloot aan een divergerende kracht. Financiële integratie houdt dus niet in dat nominale rentever verschillen verdwijnen, maar meer dat internationale rentever verschillen in toenemende mate de weerspiegeling vormen van wisselkoersverwachtingen en wisselkoersonzekerheid.

Voor de monetaire autoriteiten betekent dit dat zij zich voortdurend bewust moeten zijn van de wisselkoersconsequenties van hun rentepolitiek. In principe zijn er dan twee mogelijkheden. Opteren de autoriteiten voor een beleid dat gericht is op binnenlandse overwegingen dan dienen zij te accepteren dat er een wisselkoersbeweging wordt geïnduceerd. Streven zij daarentegen een bepaalde valutapolitiek na dan dienen zij te accepteren dat er steeds minder ruimte is voor een eigenzinnig binnenlands beleid. Aldus dwingt de voortschrijdende integratie de autoriteiten steeds meer tot een expliciete keuze tussen het behoud van interne beleidsautonomie enerzijds en het realiseren van wisselkoersstabiliteit anderzijds. Dit dilemma kunnen we illustreren aan de hand van de monetaire conflict driehoek (zie figuur 1)².

Figuur 1. De monetaire conflict driehoek



* De eerste auteur is werkzaam bij de Vakgroep Algemene Economie van de Katholieke Universiteit Brabant en tevens verbonden aan de postdoctorale opleiding Financieel Economisch Management van het Tilburgs Instituut voor Academische Studies. De tweede auteur was tot voor kort eveneens verbonden aan de genoemde vakgroep en is thans werkzaam bij de Nederlandsche Bank.

1. Zeer belangrijk en vaak onderbelicht is in dit verband de invloed van het onderwijs; zie ook M. Jonkhart, De financiële wereld in beweging, *ESB*, 1 mei 1991, blz. 440-444.

2. Voor soortgelijke figuren zie L. Oxelheim, *International financial integration*, 1990, blz. 10; of EG, *One market, one money*, 1990, blz. 43.

De assen van de driehoek verwijzen naar drie doelstellingen, die onderling op gespannen voet staan: vrijheid van kapitaalverkeer, wisselkoersstabiliteit en interne autonomie. De plaats van een volkshuishouding binnen de driehoek is afhankelijk van de op een bepaald moment gekozen prioriteiten. Hoe groter de afstand tot een as, hoe minder belangrijk de betreffende doelstelling op dat moment wordt geacht. Bij positionering in een van de hoekpunten kiest het land er voor om twee van de drie doelstellingen volledig te realiseren. De derde doelstelling is dan geheel onbereikbaar geworden. Prefereren landen een minder extreme positie dan bevinden zij zich ergens binnen de driehoek en proberen ze een zekere balans te handhaven.

In het kader van de liberalisatie van het kapitaalverkeer hebben alle OESO-landen inmiddels de basis van de driehoek bereikt. De landen met een zwevende wisselkoers bevinden zich in de buurt van het hoekpunt links onder, terwijl de landen met een vaste en aanpasbare wisselkoers meer naar rechts zijn gegroepeerd.

In dit artikel wordt empirisch onderzocht welke afrikk landen in de jaren negentig hebben gemaakt tussen de twee conflicterende doelstellingen. Daarbij worden internationale rentever verschillen gebruikt als meetinstrument. Het OESO-gebied wordt onderverdeeld in twee regio's: enerzijds zes landen met onderling vaste wisselkoersen (de FixWorld), anderzijds zes landen met onderling vrij zwevende wisselkoersen (de Flexworld). De FlexWorld wordt vertegenwoordigd door de Verenigde Staten, Duitsland, Japan, Groot-Brittannië, Canada en Australië. De FixWorld verwijst naar de deelnemers aan het EMS; rekening houdend met de beschikbaarheid van data omvat deze regio eveneens zes landen: Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, België en Denemarken³.

Financiële en monetaire integratie

Uitgangspunt van de analyse is de notie dat internationale rentever verschillen teruggaan op twee clusters van factoren: zij weerspiegelen wisselkoersfactoren (depreciatieverwachtingen en risicopremies voor de bij die verwachtingen behorende onzekerheid) en/of segmentatiefactoren (juridische en institutionele belemmeringen op het kapitaalverkeer).

Financiële integratie (FI) verwijst nu naar de mate waarin het internationale kapitaalverkeer vrij is en dus niet gehinderd wordt door kapitaalcontroles of andere objectieve barrières. De mate waarin hieraan is voldaan, kan gemeten worden door het observeren van *gedekte* rentever verschillen. Hierbij worden binnen- en buitenlandse rentevoeten uitgedrukt in één en dezelfde valuta. Afwijkingen van gedekte rentepariteit worden uitsluitend veroorzaakt door marktsegmentatie en niet door wisselkoersfactoren⁴.

Monetaire integratie (MI) gaat een stap verder en verwijst naar een ontwikkeling waarbij financiële integratie gepaard gaat met beleidsconvergentie en afnemende wisselkoersvolatiliteit. De mate waarin hieraan is voldaan, kan gemeten worden door het observeren van nominale rentever verschillen. Immers, onder de hypothese van monetaire integratie verlie-

zen zowel de segmentatiefactoren als de wisselkoersfactoren hun betekenis.

In onze visie dienen de nominale en de gedekte rentever verschillen steeds in onderlinge samenhang te worden geanalyseerd. Empirisch gezien zijn er dan twee mogelijkheden. Zijn de gedekte rentever verschillen verwaarloosbaar klein en is er dus sprake van perfecte financiële integratie, dan geven de nominale rentever verschillen aan hoe het gesteld is met de mate van monetaire integratie. Hoe kleiner het nominale écart, hoe stabielier kennelijk de wisselkoersverwachtingen en hoe groter dus ook de beleidsconvergentie. Zijn de gedekte rentever verschillen daarentegen significant en is er dus sprake van financiële segmentatie, dan ligt de zaak gecompliceerder. Kapitaalrestricties hebben doorgaans tot doel om de binnenlandse rente af te schermen van de ontwikkelingen op de valutamarkt. Voor zover de autoriteiten daarin slagen werken de wisselkoersfactoren dus niet door in het nominale rente-écart. Het écart wordt dan als het ware kunstmatig laag gehouden.

De vier dispersiemaatstaven voor financiële respectievelijk monetaire integratie in de Fixworld en de Flexworld worden getoond in de figuren 2 en 3. De FI-maatstaf is gedefinieerd als de gemiddelde absolute afwijking van gedekte rentepariteit; voor een individueel land is deze afwijking gelijk aan het verschil tussen de binnenlandse geldmarkrente (de interne rente) en de eigen Eurorente (de externe rente). De MI-maatstaf is gedefinieerd als de gemiddelde absolute afwijking van nominale rentepariteit ten opzichte van een vast referentiepunt; voor de FlexWorld is dat de Eurodollarrente en voor de FixWorld de Euro-DM-rente. Alle berekeningen zijn gebaseerd op maandultimocijfers, ontleend aan Datastream International Database. De observatieperiode is 1973/3 tot en met 1994/9.

Te zamen geven de maatstaven een gecompri-meerd beeld van het veelomvattende veranderingsproces dat zich de afgelopen decennia in de financiële omgeving en de monetaire beleidsoriëntatie heeft voltrokken. We bespreken eerst de ervaringen van de FlexWorld (figuur 2) en daarna die van de FixWorld (figuur 3); daarbij zullen we ons beperken tot enkele opvallende tendensen⁵.

Landen met zwevende wisselkoersen

In de landen, die na de val van Bretton Woods kiezen voor een vrij zwevende wisselkoers, vervalt vrij snel de noodzaak om kapitaalbelemmerende maatregelen te handhaven. Immers, kapitaalrestricties zijn primair een instrument om onder een regime van vaste wisselkoersen toch nog enige interne beleidsautonomie te behouden. Daarnaast is de eerste oliecrisis en de bijbehorende verslechtering van de betalings-

3. Duitsland vertegenwoordigt de FixWorld in de FlexWorld en maakt dus onderdeel uit van beide regio's.

4. J. Frankel, *Quantifying international capital mobility in the 1980s*, NBER Working Papers, nr. 2856, 1989.

5. Voor details zie H.G. van Gemert en A.P.D. Gruijters, *Internationale financiële integratie, Rotterdamse Monetaire Studies*, jg. 11 (1992/93), nr. 2, alsmede de daarin aangehaalde literatuur.

balans een pragmatische reden om kapitaalimporten vrij te maken. De gedekte rentever verschillen dalen, maar stijgen weer als een aantal landen opnieuw controles invoert. Vooral nog voltrekt de financiële integratie zich dus traag en met onderbrekingen. Tegelijkertijd heerst er in deze jaren grote onzekerheid met betrekking tot het te verwachten wisselkoersverloop. Er is nauwelijks coördinatie en landen volgen ieder hun eigen beleid. De nominale rentever verschillen zijn dan ook hoog en volatiel. De pieken in de periode rond 1980 bij voorbeeld vallen samen met de sterke verkrapping van het monetair beleid in de Verenigde Staten.

Een tweede golf van liberalisering en deregulering voltrekt zich in de eerste helft van de jaren tachtig. Belangrijke motieven zijn nu de opleving van de vrije marktfilosofie en het besef, dat de controles en hoge kosten met zich meebrengen en steeds minder effectief blijken in het licht van de veranderende omgeving. Vanaf 1983 schommelt het gedekte rentverschil rondom de 40 basispunten. Dit niveau lijkt laag genoeg om te kunnen spreken van perfecte financiële integratie in de FlexWorld⁶. Sindsdien weerspiegelt het nominale rentever verschil enkel en alleen nog wisselkoersverwachtingen en wisselkoersonzekerheid. Gemiddeld genomen veroorzaken deze factoren een rente-écart van circa 3%-punt.

De achtergrond van deze observatie moet gezocht worden in de internationale onevenwichtigheden met betrekking tot het monetair beleid. Waar de autoriteiten zich primair laten leiden door binnenlandse overwegingen vormt de wisselkoers in feite een sluitstuk. Eenzijdige rentepolitiek beïnvloedt direct de (onzekere) wisselkoersverwachtingen in de markt. Gegeven de mate en richting van dit effect en gedreven door feitelijke dan wel potentiële kapitaalbewegingen, zal tegelijkertijd ook de wisselkoers zelf veranderen. Bij afwezigheid van een expliciete valutapolitiek is het proces van financiële integratie in de FlexWorld aldus niet gepaard gegaan met een systematische convergentie van de nominale tarieven.

EMS-landen

De landen die zich wel voortdurend bekommerd hebben om hun onderlinge wisselkoersverhoudingen zijn verzameld in de FixWorld. Hun integratiegeschie-

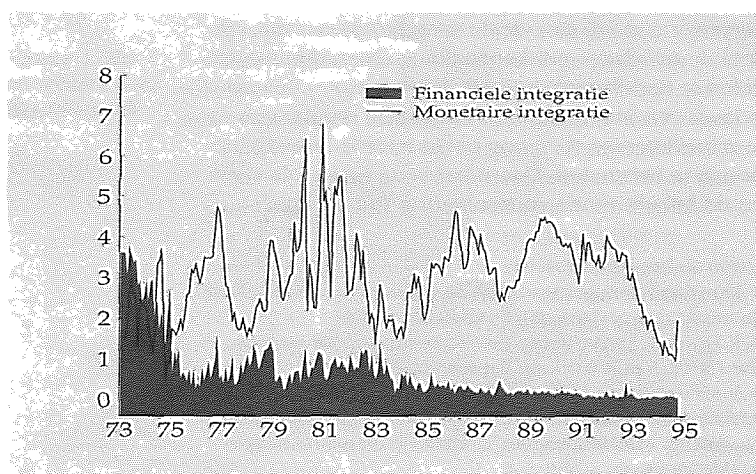
denis ziet er geheel anders uit dan die van de Flex-World.

De wisselkoersverplichting heeft de FixWorld voortdurend voor een dilemma geplaatst. Dit gaat terug op de eerder verwoorde stelling dat bij een vrij kapitaalverkeer en een vaste wisselkoers het monetair beleid niet langer effectief is. We kunnen dit ook anders verwoorden. Willen nationale autoriteiten en de wisselkoers stabiliseren en het kapitaalverkeer liberaliseren dan betekent dit automatisch dat er geen ruimte meer is voor een onafhankelijk monetair beleid. De geldhoeveelheid is onder dergelijke omstandigheden een volledig endogene grootte geworden en met betrekking tot de geldmarktrente dient men zich geheel te conformeren aan het ankerland. In principe kan men proberen om enige interne autonomie te behouden door ofwel water in de wijn te doen ten aanzien van de wisselkoersdoelstelling, ofwel kapitaalrestricties als extra instrument te handhaven. In beide gevallen schermt men de eigen economie tijdelijk af van de ontwikkelingen in het buitenland. De prijs hiervan is reputatieverlies. De markten gaan twifelen aan de ware intenties van de monetair autoriteiten. Op termijn zijn pariteitswijzigingen niet te voorkomen, tenzij men alsnog besluit om een beleidswijziging in de zin van meer convergentie door te voeren. De ervaring heeft geleerd, dat geen van beide opties werkelijk effectief is.

Figuur 3 geeft een goed beeld van de manier waarop men in de FixWorld met het geschetste beleidsdilemma is omgegaan. Behalve de twee dispersiemaatstaven toont deze figuur ook de momenten waarop er koersverschikkingen zijn doorgevoerd⁷. Omdat financiële en monetair integratie in deze regio zo nauw verweven zijn, kunnen beide dispersiemaatstaven het beste in onderlinge samenhang worden besproken.

Tijdens de slangperiode en de startfase van het EMS heeft de liberalisering van het kapitaalverkeer nauwelijks prioriteit. Ook nemen de deelnemers hun wisselkoersverplichting over het algemeen nog weinig serieus. Verschillende landen gebruiken kapitaalcontroles om te voorkomen dat een depreciatieverwachting ten aanzien van hun munt gekeerd moet worden met een binnenlandse renteverhoging. De tijdswinst die zo ontstaat, wordt door de autoriteiten niet gebruikt om het beleid bij te stellen. Integen-

Figuur 2.
Financiële en
monetaire
integratie in
de Flexworld



6. Twee factoren verhinderen dat het rentever verschil in de praktijk ook bij perfecte integratie exact nul zal zijn. In de eerste plaats zijn dat de transactiekosten. Frenkel en Levich schatten de transactiekosten in de dollar/pond-markt op 48 tot 59 punten, maar hun methode houdt waarschijnlijk enige overschatting in (zie J.A. Frenkel en R.M. Levich, *Covered interest arbitrage in the 1970s*, *Economic Letters*, jg. 8, 1981, blz. 181-185). In de tweede plaats dient ten alle tijde rekening te worden gehouden met imperfecties in het data-materiaal. Met name het feit dat we werken met pariteitscondities (hetgeen inhoudt dat alle variabelen in principe gelijktijdig moeten zijn waargenomen) is verantwoordelijk voor registratieverschillen.

7. Bovenin de figuur zijn alle herschikkingen gemarkeerd, waarbij minstens één van de landen uit de FixWorld betrokken was. De laatste markering verwijst naar de verbreding van de fluctuatiemarges in augustus 1993.

deel, juist wanneer het gedekte rentevershil scherpe pieken vertoont, ligt een pariteitswijziging in het verschild.

Halverwege de jaren tachtig wordt het beeld anders. Men gaat inzien dat financiële segmentatie geen duurzame mogelijkheid biedt om de vaste wisselkoersdoelstelling te combineren met een eigenzinnig binnenlands beleid. De combinatie kapitaalrestricties/pariteitswijzigingen maakt plaats voor de combinatie kapitaalliberalisatie/beleidsconvergentie. Mede in het kader van de interne markt schaffen alle landen de belemmeringen op het lange, en later ook op het korte kapitaalverkeer af, zodat de gedekte rentevershilen verwaarloosbaar klein worden. Tegelijkertijd gaan nu ook de zwakke-valutalanden over naar een op wisselkoersstabiliteit georiënteerde politiek en accepteren zij de spelregels van het EMS. De financiële markten pakken dit signaal positief op. Geleidelijk aan verdwijnen de devaluatieverwachtingen en verminderen de onzekerheidspremies.

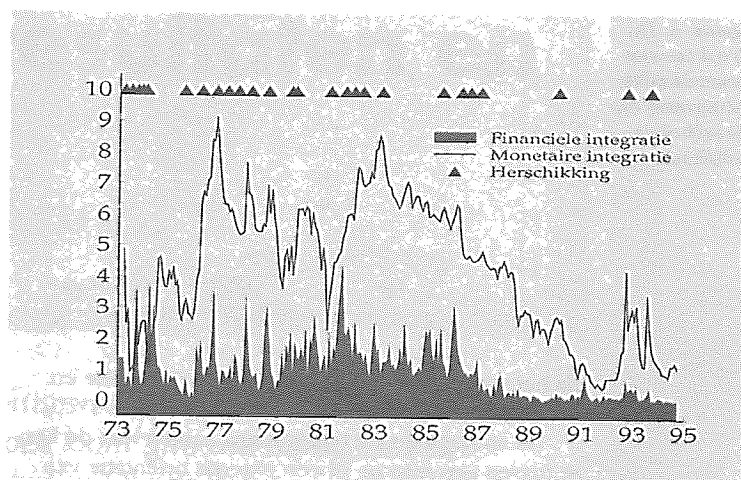
Rond 1990 daalt het nominale rentevershil sterk en lijkt er behalve van perfecte financiële integratie nu ook gesproken te mogen worden van perfecte monetaire integratie. We zijn dan aangeland bij de totstandkoming van het Verdrag van Maastricht. Hoewel er nog steeds sprake is van inflatieverschillen, gedragen markten en autoriteiten zich alsof er reeds een EMU is⁸.

Zoals bekend stukt het proces van monetaire integratie in de loop van 1992. De teruggekeerde valutaire onzekerheid laat de nominale rentevershilen sterk oplopen. Kapitaalrestricties worden evenwel niet opnieuw van stal gehaald. Bijgevolg blijven de gedekte rentevershilen laag. De verruiming van de fluctuatiemarges in augustus 1993 blijkt achteraf geen slechte keus. Het feit dat landen de nieuwe vrijheid slechts ten dele benutten, dat wil zeggen uiterst behoudzaam omgaan met de mogelijkheden voor een eigen rentepolitiek, behoedt de Europese Unie voor een complete monetaire desintegratie. Een hernieuwde daling van de nominale rentevershilen is inmiddels ingezet.

Beleidsconsequenties

De veranderingen in de financiële omgeving zoals beschreven in de vorige paragraaf laten zich duidelijk herkennen in de vormgeving van het monetaire beleid.

De uiteindelijke doelstelling van het economische beleid in de industrielanden is het realiseren van evenwichtige groei zonder inflatie. De monetaire politiek draagt hieraan bij door invloed uit te oefenen op het bestedingsgedrag van de particuliere sector. In een geliberaliseerde en gedereguleerde financiële omgeving laat dit gedrag zich evenwel nauwelijks sturen door het opleggen van liquiditeitsbeperkingen, bij voorbeeld in de vorm van een kredietrestrictie. Financiële integratie heeft de mogelijkheden voor een toekomstgericht spaar- en investeringsgedrag sterk verruimd. De afwegingen in deze sfeer worden steeds meer gebaseerd op verwachte inkomens en verwachte vermogens, variabelen die op hun beurt weer afhankelijk zijn van de groei- en inflatievooruit-



Figuur 3.
Financiële en monetaire integratie in de Fixworld

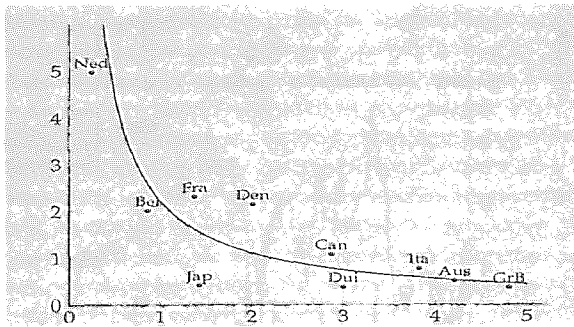
zichten. Als de autoriteiten in deze veranderde omgeving beleid willen voeren, dan zal dit dus in toenemende mate moeten lopen via het stabiliseren van de toekomstverwachtingen. In onze moderne markteconomie stelt dat met name eisen aan de doorzichtigheid en consistentie van een gekozen beleidslijn en aan de standvastigheid die de autoriteiten bij de uitvoering ervan aan de dag leggen. De waardering hiervan komt tot uitdrukking in financiële prijzen als de yieldcurve, de lange rente, de aandelenindex of de wisselkoers. Het zijn tegenwoordig dan ook vooral deze prijsvariabelen in plaats van de traditionele hoeveelheidsvariabelen, die de monetaire autoriteiten bij de beleidsimplementatie in acht nemen.

Het voeren van stabilisatiepolitiek wordt onder deze omstandigheden een uiterst subtiel proces. Een discretionaire strategie is niet ongevaarlijk, omdat de markten in dat geval voortdurend in onzekerheid worden gelaten omtrent de ware bedoelingen van de autoriteiten en omtrent de timing en dosering van eventuele beleidswijzigingen. Een strategie die gebaseerd is op een vaste regel geniet theoretisch gezien de voorkeur. In de FixWorld krijgt zo'n regel gestalte in een concrete wisselkoersdoelstelling. De aanwezigheid van een handbreedte geeft enige beleidsvrijheid, maar de marge ter zake is gering. Zo gauw de markten gaan twifelen aan de houdbaarheid van de spelkoers als lange-termijnanker, is het spel verloren⁹. In de FlexWorld ligt de zaak nog gecompliceerder. De nominale bestedingen fungeren als anker, maar omdat de bestedingsontwikkeling zich moeilijk met één enkele indicator laat voorspellen, is een automatische reactiefunctie die adequaat inschiet op alle denkbare schokken, moeilijk concreet te maken. Doorgaans wordt bij de beleidsvoorbereiding een aantal variabelen tegelijkertijd in beschouwing genomen, waaronder soms ook de wisselkoers. Via een 'judgemental approach' vormen de autoriteiten zich

8. Voor een analyse van deze 'schijnstabiliteit' zie H. Garretsen en L.H. Hoogduin, De instabiliteit van het EMS en de rol van speculatieve aanvallen nader bezien: verklaringen voor de EMS crisis, *Maandschrift Economie*, jg. 58, 1994, blz. 249-266.

9. Voor een bespreking van de mogelijkheden en beperkingen ter zake zie K. Knot en J. de Haan, Het te ver opgerekte EMS?, *ESB*, 2 februari 1994, blz. 101-105.

Figuur 4. De afruil tussen binnenlandse autonomie en wisselkoersstabiliteit



als het ware een oordeel over de groeipotentie en het inflatiegevaar van hun economie.

De strategiekeuze hangt nauw samen met de keuze tussen een interne of een externe oriëntatie van het beleid. Uit onze analyse met de dispersiemaatstaven is duidelijk geworden dat de OESO-landen inmiddels alle de basis van de conflict driehoek hebben bereikt. Dit betekent dat de ruil tussen het behoud van interne autonomie enerzijds en het realiseren van wisselkoersstabiliteit anderzijds een scherpe vorm heeft aangenomen. Bedoelde ruil is geschat in figuur 4. Het idee is hier om de bijdrage van een land aan de nominale dispersiemaatstaf (afgezet op de horizontale as) te relateren aan de bereikte mate van wisselkoersstabiliteit (afgezet op de verticale as)¹⁰. Aldus kan worden gekwantificeerd hoe sterk de ruil in de praktijk is en welke positie individuele landen innemen.

Figuur 4 geeft aanleiding tot een drietal conclusies. In de eerste plaats bevestigt het verkregen beeld de getoetste ruilhypothese. Meer autonomie heeft een prijs in de vorm van meer wisselkoersvolatiliteit en meer wisselkoersstabiliteit heeft een prijs in de vorm van minder autonomie¹¹.

Vervolgens blijkt uit de figuur dat de FixWorld en de FlexWorld duidelijk van elkaar zijn te onderscheiden. Links op de curve bevinden zich de kernlanden van het EMS (met uitzondering van Italië). Deze landen kennen ter bevordering van hun onderlinge handel en hun gezamenlijke welvaart een hoge prioriteit toe aan het stabiliseren van de wisselkoersverhoudingen. Rechts op de curve verschijnen de landen die hier minder aan hechten en daardoor in staat zijn om een voornamelijk op de binnenlandse conjunctuur en op de binnenlandse inflatievooruitzichten gericht rentebeleid te voeren.

In de derde plaats moet worden geconstateerd dat het verschil in beleidsoriëntatie ook weer niet te absoluut mag worden gesteld. Dat Italië een uitzonderingspositie inneemt is niet verwonderlijk. Het gebrek aan beleidsconvergentie heeft dit land gedwongen om het EMS (tijdelijk?) te verlaten. Maar ook Frankrijk, België en Denemarken blijken in de afgelopen vijf jaar niet altijd bereid te zijn geweest om hun rentepolitiek volledig af te stemmen op een stabiele munt. Voor zover zij dit op een gegeven moment wel waren, was dit niet onmiddellijk succesvol en bleef het eigenzinnige verleden hun parten spelen in de vorm van een risicopremie op de korte rente. Nederland ten slotte heeft de wisselkoersverbintenis al lange tijd zeer serieus genomen en heeft daardoor vol-
doende reputatie opgebouwd om zonder

noemenswaardig renteverskil de gewenste koppeling aan de D-mark te handhaven.

Zo ook dient een nuancering gemaakt te worden voor de FlexWorld. Groot-Brittannië komt naar voren als het prototype van een eigenzinnig land. De economisch-politieke traditie heeft altijd veel ruimte gelaten voor het voeren van een discretionair beleid. Landen als Canada en Japan daarentegen zijn dermate open dat ze bij de formulering van het beleid hun ogen niet altijd willen sluiten voor de externe waarde van hun valuta. In het bijzonder wanneer de ontwikkeling ter zake gepaard gaat met een verslechtering van de concurrentiepositie, zullen de autoriteiten hun rentepolitiek mede afstemmen op die van andere landen. Soms krijgt dit gestalte in een of andere vorm van internationale beleidscoördinatie, maar vaak ook is er sprake van een eenzijdige concessie, in die zin dat de wisselkoers opgenomen wordt in de set van informatiev variabelen, waarop het binnenlandse beleid is gebaseerd.

Besluit

De monetaire conflict driehoek kan empirisch worden vastgelegd in een trade-off tussen beleidsautonomie en wisselkoersstabiliteit. Door de liberalisering van het kapitaalverkeer kunnen landen niet langer om deze trade-off heen. De praktijk laat zien dat de meeste landen geen extreme positie op de ruilcurve willen innemen. Kennelijk is het zo dat beleidsmakers beide doelstellingen belangrijk vinden en dat zij op een of andere manier proberen om een aanvaardbaar compromis te vinden. Binnen Europa leidt dit tot een proces van vallen en opstaan. Als de conjunctuur verder aantrekt en er een moment komt dat er weer verkapt moet worden, zal blijken hoe serieus de wens van voortgaande monetaire integratie daadwerkelijk is.

Op mondiaal niveau ligt de zaak ons inziens duidelijker. Als er vijftig jaar na Bretton-Woods stemmen opgaan voor meer wisselkoersstabiliteit in de wereld, dan moet daar onmiddellijk aan worden toegevoegd dat dit alleen kans van slagen heeft, wanneer landen bereid zijn om daar een opoffering van autonomie tegenover te stellen. Voorlopig lijkt de politieke prijs van meer beleidsafstemming te hoog, zodat de bestaande wisselkoersvolatiliteit voort zal duren.

Henk van Gemert en Noud Gruijters

10. De exacte definities zijn als volgt. Interne autonomie is gemeten als de gemiddelde maandelijkse afwijking (in absolute waarden) tussen de binnenlandse geldmarktrente en de referentierente over de periode 1989/10 t/m 1994/4. Wisselkoersstabiliteit is gemeten als de reciproke van de gemiddelde maandelijkse wisselkoersmutatie (in absolute waarden) ten opzichte van de referentiemunt over dezelfde periode. Conform de definitie van de MI-maatstaf is Duitsland referentiepunt voor de FixWorld en de VS referentiepunt voor de FlexWorld. Een presentatie met de standaarddeviatie van de maandelijkse wisselkoersmutaties op de verticale as geeft een zelfde beeld te zien.

11. De ingetekende curve is een orthogonale hyperbool, geschat met de regressievergelijking $xy = c + \varepsilon$. De verwachtingswaarde van c bedraagt 2,04 (standaarddeviatie 0,34).